



2017.10.15

由秋季转向谈证券投资的“2+1”思维

本报告导读：

我们维持年内周期消费五波走的基本判断，短期继续看好“预期+交易”两个层面均在改善的消费行业，并战略看多朱格拉周期和供给侧改革共振下的中国新工业革命。

摘要：

- **市场是检验秋季转向的最佳标准。**自9月起，国君策略团队连发三文：《悄然转向的博弈 0912》、《转向之秋：寻找周期的接力棒 0913》、《秋季转向，消费行情可期 0914》，从历史对照、数据寻踪、未来预期等方法旗帜鲜明地提出了，在周期之后，接过接力棒的将是消费。自9月12日至今，消费风格指数上涨5.58%，周期风格指数下跌0.76%，秋季转向完美演绎。本周，秋季转向表现更加明显，家电、食品饮料、医药、商贸、农林牧渔大幅上涨，煤炭、有色大幅下跌。
- **“秋季转向”判断内含着证券投资的“2+1”思维。**秋季转向判断的背后是预期与交易的边际变化，而这正是国泰君安研究所提出的证券“2+1”思维。从预期层面，回顾A股的基本面情况，不难发现供给侧比需求侧更重要，映射在股市中表现为周期品等供给侧品种涨幅较大。但是短期来看，伴随年内供给侧目标达到、环保限产停工预期充分体现，周期品价格触及天花板，供给侧品种行情继续演绎可能性在缩小，基本面边际转向趋势显现；同时伴随2017年国庆黄金周消费持续繁荣，消费升级的趋势愈发明显，消费行业的三季报边际向好。从交易层面，我们发现以格力电器、泸州老窖、贵州茅台和伊利股份等代表性龙头的股东户数并没有出现明显集中的趋势。这意味着，消费龙头的市场微观结构并没有明显恶化，这深层次的原因是新增投资者结构的变化。因此，综合预期层面和交易层面的边际变化，我们继续维持秋季转向看消费的观点。
- **“双擎驱动+双逻辑共振”，战略看多中国新工业革命。**中国当前处在工业2.0普及、3.0补课和4.0赶超的阶段，任务艰巨而紧迫。我国先后出台了“中国制造2025”、“互联网+”、“创新驱动发展”等一系列发展战略举措，同时抓紧实施已有的国家科技重大专项，政策和技术两大引擎驱动中国新工业革命。往国内看，上游行业内部优化效果显现、供给侧改革取得阶段性成果，加速行业出清整理有望向中游推移。同时，伴随经济增长模式走向去地产业化，制造业有望成为新一个经济增长点。往海外看，全球朱格拉周期将超预期改善我国出口状况、结构性优化制造业行业资产负债表。综上，国内、国外双逻辑共振下，战略看多中国新工业革命。
- **年内周期消费五波走，看好消费并战略看多中国新工业革命。**在系统性风险维持平稳、经济温和下滑的背景下，我们维持年内周期消费五波走的基本判断，短期周期品弹性减弱，继续看好“预期+交易”两个层面均在改善的消费行业，推荐白酒、医药、定制家具、家电、汽车、商贸零售和种业。结构上，看好消费的同时，我们战略看多中国新工业革命。在政策和技术两大引擎驱动下，全球朱格拉周期与中国供给侧改革共振，中国新工业革命发展过程中骑主赛道龙马，推荐高端装备、智能制造、5G、人工智能等主题。

报告作者



李少君（分析师）



010-59312705



lishaojun@gtjas.com

证书编号

S0880517030001



陈显顺（研究助理）



021-38677905



chenxianshun@gtjas.com

证书编号

S0880117090066



周隆刚（分析师）



010-59312713



Zhoulonggang019721@gtjas.c

证书编号

S0880517050003

相关报告

《全球的共识，转向的边际》

2017.10.08

《一张图看懂今年市场》

2017.09.24

《秋季转向，消费更佳》

2017.09.17

《脱虚入实，寻找资产价格的锚》

2017.09.10

《存量博弈？重视热钱的边际力量》

2017.09.03

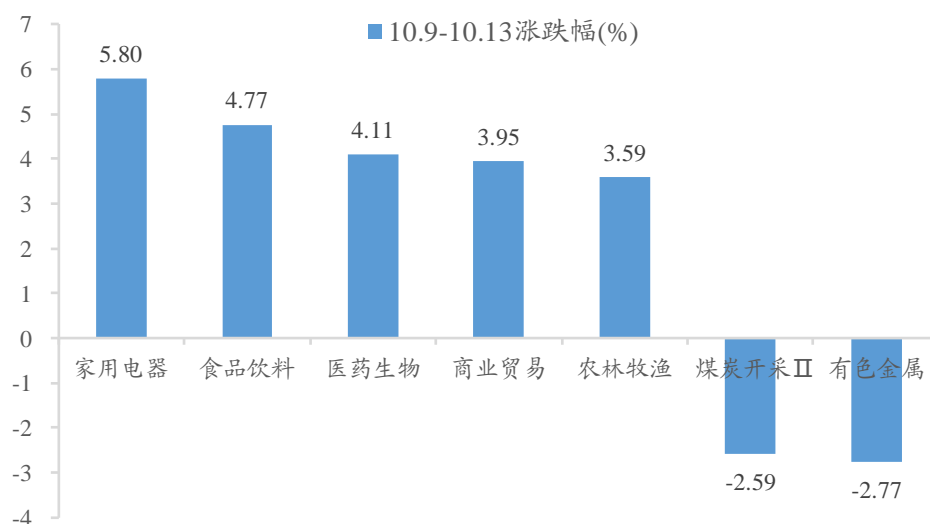
1. 大势观点：秋季转向，消费更佳，战略看多中国新工业革命

我们维持年内周期消费五波走的基本判断，短期周期品弹性减弱，继续看好“预期+交易”两个层面均在改善的消费行业，**推荐白酒、医药、定制家具、家电、汽车、商贸零售和种业**。结构上，看好消费的同时，我们战略看多中国新工业革命，**推荐高端装备、智能制造、5G、人工智能**等主题。

2. 由秋季转向谈证券投资的“2+1”思维

市场是检验秋季转向的最佳标准。自 9 月起，国君策略团队连发三文：《悄然转向的博弈 0912》、《转向之秋：寻找周期的接力棒 0913》、《秋季转向，消费行情可期 0914》，从历史对照、数据寻踪、未来预期等方法旗帜鲜明地提出了，在周期之后，接过接力棒的将是消费。自 9 月 12 日至今，消费风格指数上涨 5.58%，周期风格指数下跌 0.76%，秋季转向完美演绎。本周，秋季转向表现更加明显，家电、食品饮料、医药、商贸、农林牧渔等消费行业均上涨超 3.5%，而煤炭、有色等周期性行业下跌超 2.5%。

图 1：本周秋季转向表现更加明显



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

“秋季转向”判断内含着证券投资的“2+1”思维。秋季转向判断的背后是预期与交易的边际变化，而这正是国泰君安研究所提出的证券“2+1”思维（预期思维、交易思维、边际思维）。从预期层面，回顾 A 股的基本面情况，不难发现供给侧比需求侧更重要，映射在股市中表现为周期品等供给侧品种涨幅较大。但是短期来看，伴随年内供给侧目标达到、环保限产停工预期充分体现，周期品价格触及天花板，供给侧品

种行情继续演绎可能性在缩小，基本面边际转向趋势显现；同时伴随2017年国庆黄金周消费持续繁荣，消费升级的趋势愈发明显，消费行业的三季报边际向好。从交易层面，我们发现以格力电器、泸州老窖、贵州茅台和伊利股份等代表性龙头的股东户数并没有出现明显集中的趋势。这意味着，消费龙头的市场微观结构并没有明显恶化，这深层次的原因是新增投资者结构的变化（详见报告《微观市场结构：换个角度看消费龙头》）。因此，综合预期层面和交易层面的边际变化，我们继续维持秋季转向看消费的观点。

“双擎驱动+双逻辑共振”，战略看多中国新工业革命。中国当前处在工业2.0普及、3.0补课和4.0赶超的阶段，任务艰巨而紧迫。我国先后出台了“中国制造2025”、“互联网+”、“创新驱动发展”等一系列发展战略举措，同时抓紧实施已有的国家科技重大专项，政策和技术两大引擎驱动中国新工业革命。往国内看，上游行业内部优化效果显现、供给侧改革取得阶段性成果，加速行业出清整理有望向中游推移。同时，伴随经济增长模式走向去地产化，制造业有望成为新一个经济增长点。往海外看，全球朱格拉周期将超预期改善我国出口状况、结构性优化制造业行业资产负债表。综上，国内、国外双逻辑共振下，我们战略看多中国新工业革命。

年内周期消费五波走，看好消费和中国新工业革命。在系统性风险维持平稳、经济温和下滑的背景下，我们维持年内周期消费五波走的基本判断，短期周期品弹性减弱，继续看好“预期+交易”两个层面均在改善的消费行业，推荐白酒、医药、定制家具、家电、汽车、商贸零售和种业。结构上，看好消费的同时，我们战略看多中国新工业革命。在政策和技术两大引擎驱动下，全球朱格拉周期与中国供给侧改革共振，中国新工业革命发展过程中骑主赛道龙马，推荐高端装备、智能制造、5G、人工智能等主题。

3. 表观浮沉

①行业：2017.5.12-10.13 行情修复强于上证综指行业板块有家电、非银金融、食品饮料、银行、电子、煤炭、通信、有色、钢铁。其中，近两周均强于上证综指板块有食品、电子。行情修复弱于上证综指板块中，近两周均强于上证综指的有医药、汽车、商贸等。

②风格：2017.5.12-10.13 行情修复强于上证综指风格板块有大盘、高价股指数、低价股指数等。

表 1：周度浮沉表（2017.10.09-2017.10.13）

行业								
序号	指数/行业	当周涨幅%	近2周 VS 上证强弱	4.7-5.12 涨跌幅%	5.12-10.13 涨跌幅%	回复百分比%	当前估值	估值位置%
1	家电	5.79	↓↑	-0.67	20.75	4284.24	22.11	56.94
2	非银行金融	1.35	↓↑	-1.92	23.52	1226.41	23.94	48.35
3	食品饮料	3.95	↑↑	-3.55	30.70	904.61	36.09	84.89

4	银行	1.27	↓↑	-1.69	17.20	836.32	7.40	81.06
5	**电子元器件	2.84	↑↑	-5.68	20.66	337.70	4.51	37.45
6	**煤炭	-2.51	↑↓	-11.38	26.30	205.83	1.57	47.62
7	通信	1.09	↑↓	-9.97	19.98	188.39	91.59	71.28
8	**有色金属	-2.16	↓↓	-14.04	30.99	184.37	3.43	43.20
9	**钢铁	0.00	↑↓	-11.28	23.03	178.52	1.87	51.80
	上证综指	1.24		-6.02	10.75	151.16	16.36	52.95
1	医药	4.25	↑↑	-6.97	11.09	146.99	40.87	15.28
2	建材	0.95	↑↓	-10.72	16.75	138.96	31.06	29.40
3	汽车	1.83	↑↑	-9.72	14.92	137.47	22.33	41.90
4	房地产	0.74	↓↓	-8.44	10.73	105.51	17.37	25.50
5	**交通运输	2.32	↓↑	-7.56	8.96	98.82	2.25	39.13
6	商贸零售	3.69	↑↑	-10.86	11.45	94.76	39.97	39.19
7	综合	0.97	↓↓	-10.62	12.64	92.22	41.29	20.72
8	**基础化工	1.47	↑↑	-11.64	11.88	91.36	3.25	25.84
9	轻工制造	1.33	↑↑	-12.66	10.35	71.11	38.27	4.05
10	计算机	2.67	↓↑	-12.81	9.43	66.85	64.47	15.73
11	**电力及公用事业	2.61	↓↑	-4.83	4.96	65.02	2.27	27.44
12	石油石化	-0.05	↑↓	-8.66	6.98	62.16	35.52	38.81
13	电力设备	0.93	↑↓	-12.59	9.48	61.98	47.33	11.68
14	餐饮旅游	0.16	↑↓	-11.80	8.10	55.12	44.21	27.23
15	农林牧渔	3.56	↓↑	-15.15	9.56	53.50	33.96	6.09
16	机械	1.91	↓↑	-13.60	5.71	38.11	77.56	34.67
17	国防军工	1.27	↑↑	-18.96	8.52	37.85	89.16	26.75
18	建筑	1.46	↓↑	-10.86	2.77	24.01	17.79	38.45
19	传媒	2.81	↓↑	-10.30	0.33	7.68	36.96	2.45
20	纺织服装	2.01	↓↑	-10.73	0.09	3.65	32.11	16.93
风格								
序号	指数/行业	当周涨跌幅%	近 2 周 VS 上证强弱	4. 7-5. 12 涨跌幅%	5. 12-10. 13 涨跌幅%	回复百分比%	当前估值	估值位置%
1	大盘指数	2.39	↑↑	-2.62	17.40	585.44	15.67	57.25
2	低市盈率指数	2.09	↓↑	-2.70	16.34	536.65	11.72	57.55
3	低市净率指数	0.71	↓↓	-4.27	13.96	275.13	12.15	51.91
4	高价股指数	4.12	↑↑	-7.65	15.73	202.89	28.92	17.43
5	低价股指数	1.83	↑↑	-8.16	15.02	156.85	20.72	52.11
	上证综指	1.24		-6.02	10.75	151.16	16.36	52.95
1	中盘指数	1.74	↑↑	-9.37	14.01	132.15	32.03	15.09
2	中价股指数	1.09	↓↓	-7.94	9.06	94.41	27.09	51.50
3	中市净率指数	2.90	↑↑	-12.08	9.89	72.06	33.60	20.89
4	中市盈率指数	1.92	↑↑	-10.74	8.41	69.34	42.70	19.79
5	小盘指数	1.48	↑↑	-12.51	9.66	67.91	38.12	10.74
6	高市净率指数	3.48	↑↑	-11.70	8.74	67.87	65.40	22.40
7	高市盈率指数	1.21	↓↓	-15.51	4.89	27.63	120.31	15.47

资料来源：WIND，国泰君安证券研究

注：1.2017.4.7 为上证综指阶段高点，2017.5.12 为上证综指阶段低点。↑↑表示近两周目标指数涨幅均大于上证综指，其他类推。

2. 回复百分比 = (当前收盘价 - 阶段低点收盘价) / (阶段高点收盘价 - 阶段低点收盘价) * 100; 估值位置计算对比区间为 2013/11/1-2017/10/13, 估值位置 = (当前估值 - 区间估值最小值) / (区间估值最大值 - 区间估值最小值) * 100, **行业用 PB 估值, 其他用 PE 估值。表中指数排序以回复百分比从大至小排列。

4. 周度参考组合

表 2: 周度组合盈利预测、估值及评级

股票代码	EPS 预测			市盈率			评级
	2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E	
贵州茅台 600519.SH	13.31	17.09	22.40	41.78	32.54	24.83	增持
泸州老窖 000568.SZ	1.38	1.79	2.30	42.91	32.96	25.65	增持
伊利股份 600887.SH	0.93	1.01	1.13	29.68	27.33	24.42	增持
恒瑞医药 600276.SH	1.10	1.09	1.32	56.98	57.72	47.66	增持
中国国旅 601888.SH	1.85	1.09	1.30	19.68	33.45	28.05	增持
海澜之家 600398.SH	0.70	0.85	1.00	15.09	12.42	10.56	增持
美的集团 000333.SZ	2.29	2.65	3.10	20.82	17.99	15.38	增持

数据来源: 国泰君安证券研究 (注: 市盈率对应的股价为 2017-10-13 收盘价)

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		